

# 资产荒下的本能选择：类核心资产

## ——2024 金融工程半年度策略

### 核心观点

**1、大势：基金赎回存在明显止盈倾向，当前点位上方或存在一定筹码压力，向上突破或需等待。2、主线逻辑：资产荒背景下，红利风格未结束，类核心资产即将启动。3、创新高基金：淡化对成长和弹性的追逐，更加偏好低 PE 高股息和盈利确定性资产。**

□ **大势：基金赎回存在明显止盈倾向，随着市场反弹，当前点位上方或存在一定筹码压力，向上突破或需等待筹码消化。**

基金赎回比例和投资者的止损与止盈行为高度一致，盈亏状态下的赎回比例呈非对称分布。当持有基金盈利 10% 以上时，投资者赎回比例在 40% 以上。现阶段基金赎回规模随权益市场上涨呈单边增长状态，边际规模增速在指数达到 3200 点之后或将显著增加。

□ **主线逻辑：红利资产并不是资产荒的唯一解，在红利风格继续延续的同时，当前尚未受到充分重视的类核心资产未来有望成为下半年的主线。**

**量化线索：2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE。**

我们发现，前期的高股息定价背后，隐藏的本质定价线索是低 PB 修复，这实际上反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。而到了 2024 年，随着政策预期强化，尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价，低 PE 修复可能是下半年值得关注的重要配置线索。

**“类核心资产”有望成为下半年胜负手**

与 2019 年核心资产行情启动时相比，当前同样是盈利预期企稳但尚未反转，这意味着业绩与宏观环境相关度较低、稳定高盈利的公司仍是当下首选，这与核心资产的内涵有部分重合。但同时也需认识到，一方面，2019 年无风险利率持续下行利于高成长股票的估值扩张，而当前无风险利率低位震荡，或应淡化对成长性的追逐；另一方面，2019 年增量市场下，资金共识方向更易表现出超额收益，而当前存量市场下需注意筹码拥挤度的问题。在此逻辑下，我们量化定义了“类核心资产”组合，其有望成为下半年投资的胜负手。此外，出口链同样具有业绩与国内宏观环境相关度较低的特点，或可作为类核心资产的重要补充。

**红利风格尚未结束。**

**(1) 投资者结构并未失衡：**行情结束的内因是投资者结构失衡，通过长短期收益率分布偏离测算，当前红利风格投资者结构距离失衡较远，行情仍能持续；

**(2) 新发基金再来增量资金：**当前正在发行和审核的红利基金共 44 只，未来或将提供 149 亿增量资金，而且券结模式之下，红利基金未来在资金导流方向存在优势，首发过后后续有望获得持续规模增量，为红利行情的延续提供动力。

□ **基金：2024 年创新高基金大盘点：哪些历史经验再次重演？**

2024 年二季度共 13 只基金（同一基金经理在管产品仅保留一只）实现新高，大部分得益于对大盘价值或资源股、银行股的精准配置。回顾历史，2022 年二季度新高基金策略与当前高度相似。当时，煤炭、地产和高股息成为多数新高基金

分析师：陈奥林  
执业证书号：S1230523040002  
chenaolin@stocke.com.cn

分析师：徐忠亚  
执业证书号：S1230523050001  
xuzhongya@stocke.com.cn

分析师：徐浩天  
执业证书号：S1230523090002  
xuhaotian@stocke.com.cn

分析师：张烨坤  
执业证书号：S1230523090001  
zhangyekai@stocke.com.cn

分析师：肖植桐  
执业证书号：S1230523100003  
xiaozhitong@stocke.com.cn

研究助理：陆达  
luda@stocke.com.cn

### 相关报告

- 《隐藏主线：安全资产行情演绎》 2024.06.02
- 《资产荒下的演绎：红利行情未结束》 2024.05.26
- 《政策利好提振预期，地产板块估值修复》 2024.05.23

的配置方向。实际上，这两个时期的决策背景如出一辙，均面临海内外宏观环境的不确定性。

2022 年俄乌冲突和美联储加息导致市场波动，2024 年美元信用下降和地缘冲突频发成为主要挑战。面对潜在风险，新高基金采取了相似的应对策略：淡化对成长和弹性的追逐，转而青睐低 PE 高股息和盈利确定性资产，具体来说积极布局：1) 供给约束周期品、2) 低风偏高股息资产、3) 潜在盈利修复方向(如出海)。

- **选股：大盘看好低估值因子，关注盈利因子；小盘基本面和量价因子均相对有效，近 1 年超额收益分别为 11.8%和 15.0%。**

2024 年以来北上回流、机构调仓，均指向沪深 300。沪深 300 成分股内，选股因子重盈利，轻成长，估值因子有明显的周期性，交易层面难度显著高于中证 1000，技术类因子衰减尤为严重，策略重心不宜集中于高频交易。

- **风险提示**

本文中的模型及统计结果均基于历史数据统计得到，历史数据不代表未来；本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何基金持仓股票的推荐；本文基于基金经理的部分代表产品得到相关研究结论，所述研究结论限于基金经理的该基金产品范畴内，个别产品表现不代表基金经理全部业绩表现，更不代表未来。

## 正文目录

<b>1 大势：基金存在赎回压力，突破或需等待</b>	<b>6</b>
1.1 基金申赎呈现哪些交易特征？	6
1.2 上行趋势下的微观结构特征	6
<b>2 主线逻辑：红利未结束，类核心资产即将启动</b>	<b>7</b>
2.1 资产荒下的逻辑演绎路径	7
2.1.1 核心资产行情	7
2.1.2 红利资产行情	9
2.2 下半年主线：类核心资产	10
2.2.1 量化线索：2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE	10
2.2.2 “类核心资产”有望成为下半年胜负手	14
2.2.3 出口链：“类核心资产”的视角补充	17
2.3 红利风格尚未结束	19
2.3.1 红利风格回报确定性强	19
2.3.2 增量资金持续，延续红利行情	22
2.4 情绪：机构投资者与个人投资者存在预期差	24
<b>3 基金：2018 年以来创新高基金盘点</b>	<b>25</b>
<b>4 选股：大盘重盈利轻交易，小盘交易贡献超额</b>	<b>28</b>
4.1 沪深 300 内选股和中证 1000 有哪些不同	28
4.2 机构资金近半年有哪些动态	30
<b>5 总结</b>	<b>31</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 基金赎回规模随指数上涨变化的测算结果 .....	6
图 2: 理财产品收益率 2018 年以来持续下行后维持低位 .....	7
图 3: 茅指数的 ROE 中位数显著高于全部 A 股 .....	8
图 4: 茅指数的归母净利润增速显著高于全部 A 股 .....	8
图 5: 资管新规后, 银行理财对非标资产的配置比例持续压降 .....	8
图 6: 2018 年起理财规模震荡, 公募规模扩张 (单位: 亿元) .....	8
图 7: 茅指数相对 Wind 全 A 的超额收益走势 .....	9
图 8: 2019 年起, 茅指数相对 Wind 全 A 开始出现持续估值溢价 .....	9
图 9: 近年来中证红利指数股息率与理财收益率之差整体走阔 .....	10
图 10: 2022 年起, 中证红利指数持续跑赢 Wind 全 A .....	10
图 11: 2022-2023 年, 低 PB 低股息组合表现显著优于高 PB 高股息组合 .....	11
图 12: 工业企业利润 2024 年转为正增长 .....	11
图 13: 2024 年, 低 PE 高 PB 组合表现显著优于高 PE 低 PB 组合 .....	12
图 14: 低 PE 高 PB 组合的行业分布 .....	12
图 15: 2019 年 3 月前后, 定价因子由 PB 切换至 PE .....	13
图 16: 主动权益基金规模自 2022 年以来持续收缩 .....	14
图 17: 类核心资产组合走势 .....	15
图 18: 类核心资产组合股息率变化 .....	15
图 19: 低 PB 条件下得到的组合过去表现更优 .....	16
图 20: 类核心资产组合最新明细 (截至 2024/5/31) .....	16
图 21: 类核心资产组合与公募前 100 大重仓股重合度 .....	17
图 22: 中国出口增速近期整体表现强劲 .....	17
图 23: 制造业出口链组合自 2024 年 2 月以来超额收益震荡上行 .....	18
图 24: 地产后周期出口链组合自 2024 年 2 月以来超额收益震荡上行 .....	18
图 25: 什么是收益不确定性 .....	20
图 26: 中证红利指数 (000922.CSI) 收盘价与信号 .....	21
图 27: 信号择时策略净值 .....	22
图 28: 红利基金规模增长为行情提供增量资金来源 .....	23
图 29: 未来红利基金潜在发行规模 .....	23
图 30: 2018 年以来各季度创新高基金数量和占比 .....	26
图 31: 2024Q2 创新高类型和驱动因素 .....	26
图 32: 2018 年以来新高基金特征 .....	27
图 33: 2022Q2 创新高类型和驱动因素 .....	28
图 34: 华泰柏瑞多策略重仓股 .....	28
图 35: 量价因子有效性: 沪深 300 .....	29
图 36: 基本面因子有效性: 沪深 300 .....	29
图 37: 量价因子有效性: 中证 1000 .....	30
图 38: 基本面因子有效性: 中证 1000 .....	30
图 39: 2024 年北向持续流入沪深 300 .....	30
图 40: 公募基金重仓: 沪深 300 持仓市值增加 .....	30
图 41: 北向在大盘、盈利敞口更高 .....	31
图 42: 沪深 300 成交额占比近期抬升 .....	31

表 1: 不同浮动盈亏区间内的基金赎回比例.....	6
表 2: 当前市场环境 with 2019 年的异同 .....	13
表 3: 制造业出口链股票组合-截至 2024/5/31.....	19
表 4: 地产后周期出口链股票组合-截至 2024/5/31.....	19
表 5: 信号触发后区间收益.....	21
表 6: 指标敏感度测试.....	22
表 7: 公募基金 2024 年一季报重点关注主题与个人投资者重点关注板块.....	25
表 8: 沪深 300 和中证 1000 内 IC 均值: 基本面因子有效性提高.....	29

## 1 大势：基金存在赎回压力，突破或需等待

从大势研判的角度来看，随着经济延续弱复苏状态，市场至暗时刻或已度过，但基金赎回存在明显止盈倾向，随着市场反弹，当前点位上方存在一定筹码压力，向上突破或需等待筹码消化。

### 1.1 基金申赎呈现哪些交易特征？

统计来看，盈利的基金更容易被赎回。基金赎回比例和投资者的止损与止盈行为高度一致，盈亏状态下的赎回比例呈非对称分布。基于申购赎回历史数据测算，我们归纳出基金投资者赎回主要在3种情景下发生：情景一：止盈；当持有基金盈利10%以上时，投资者赎回比例在40%以上。情景二：大幅超跌，止损比例逐步下降，浮亏超过50%时止损赎回比例仅有5.5%。情景三：亏损有限或超跌反弹时，准备离场：当投资者浮亏幅度在10%以内，赎回比例扩大至24.1%。

整体上来看，基金投资者更倾向于获利离场，基金上涨过程中赎回压力也随之增大。

表1：不同浮动盈亏区间内的基金赎回比例

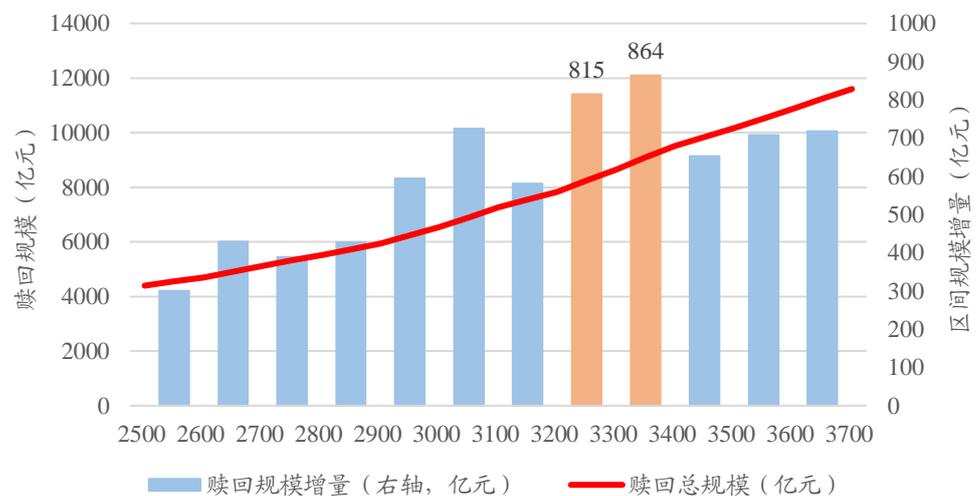
亏损区间	赎回比例 (%)	盈利区间	赎回比例 (%)
10%以内	24.1	10%以内	36.7
10%至30%之间	15.4	10%至30%之间	41.0
30%至50%之间	10.4	30%至50%之间	42.1
50%至70%之间	5.5	50%至70%之间	43.6
70%以上	继续持有	70%以上	38.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.2 上行趋势下的微观结构特征

经测算，随着基金的赎回，市场整体或面临一定的筹码压力。现阶段基金赎回规模随权益市场上涨呈单边增长状态（如下图所示），边际规模增速在指数达到3200点之后显著提高；上证综指突破3200点向3400点上涨过程中，潜在的基金规模调整或超千亿（如下图所示）。在没有重要催化的前提下，基金赎回潜在压力指向当前权益市场可能仍将呈现震荡上行的格局。

图1：基金赎回规模随指数上涨变化的测算结果



资料来源：Wind，浙商证券研究所

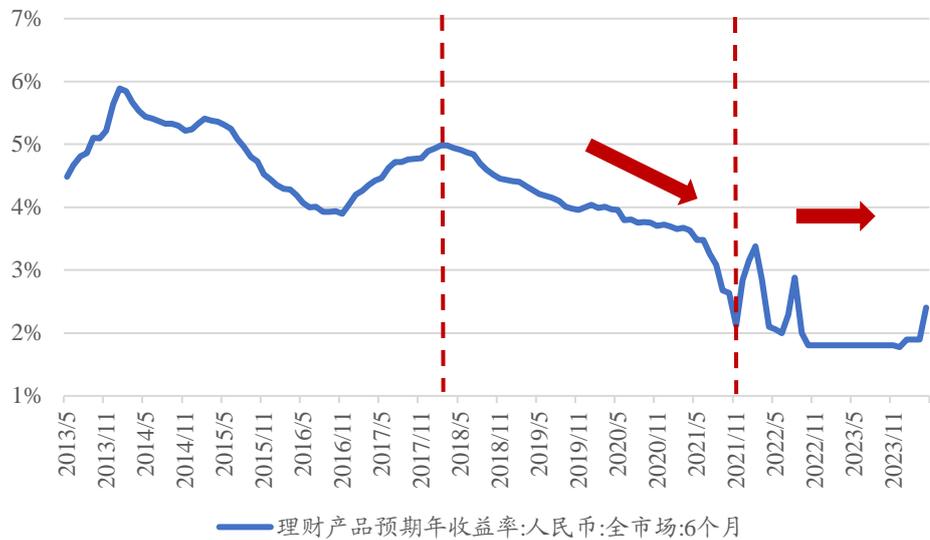
## 2 主线逻辑：红利未结束，类核心资产即将启动

2022 年以来的红利行情本质是资产荒的演绎，参考上一轮资产荒阶段市场表现，可以发现红利资产并不是资产荒的唯一解，我们认为，在红利风格延续的同时，伴随核心定价因素由 PB 转向 PE，“类核心资产”有望成为下半年胜负手。

### 2.1 资产荒下的逻辑演绎路径

2013 年以来，无风险收益率走低，资产荒持续演绎。与国债收益率相比，理财产品收益率辐射面更广，或是无风险收益率的更好代表指标。可以看到，2018-2021 年间理财收益率持续走低，并在 2022 年后维持低位，“资产荒”现象愈发显著，而这可能是催化 2019-2021 核心资产行情及 2022 年以来红利资产行情的重要原因。

图2：理财产品收益率 2018 年以来持续下行后维持低位



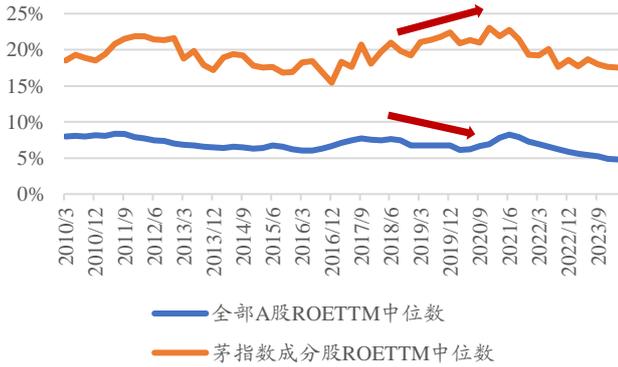
资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 2.1.1 核心资产行情

2019 至 2021 年，核心资产为何能持续走强？我们认为底层主要有两方面原因：

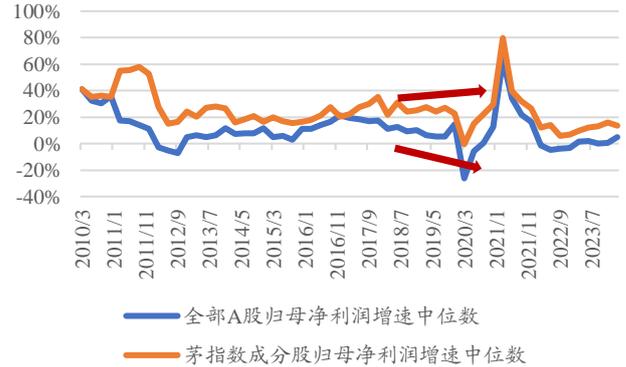
1、2018 年起，国内经济增速逐渐下台阶，经济整体偏弱的背景下，盈利与经济环境相关度较低的股票具备更强防御性。若以万得编制的茅指数作为核心资产的代表，可以发现，茅指数的 ROE 中枢及归母净利润增速中枢均持续高于全部 A 股，且稳定性更强。在 2020 年市场整体盈利能力下滑、业绩增速显著回落的区间内，核心资产却能够实现 ROE 的逆势扩张和业绩的持续增长。

图3: 茅指数的 ROE 中位数显著高于全部 A 股



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

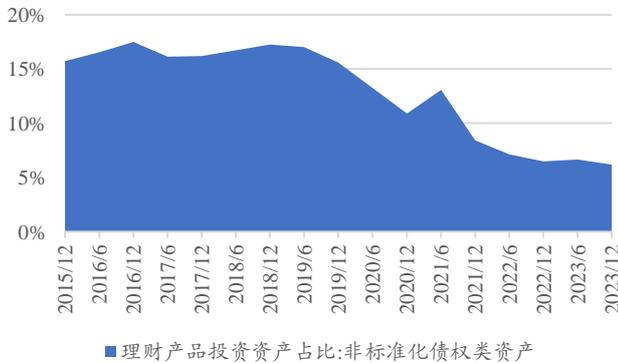
图4: 茅指数的归母净利润增速显著高于全部 A 股



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

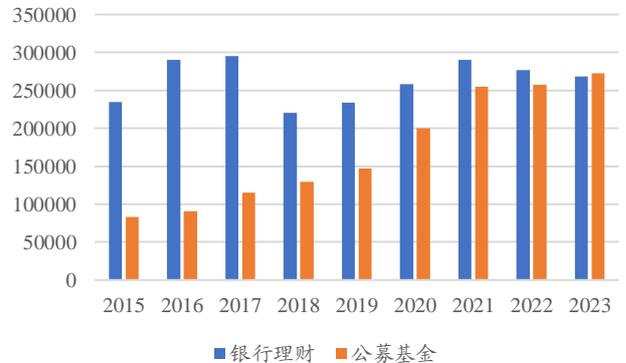
2、2018年4月资管新规正式出台后,理财产品收益率迅速下行,无风险收益率下行利于高成长股票的估值提升。核心资产虽然在2016年起就相对全A走出了超额收益,但前期整体仍是由盈利端的高增长驱动的股票走强,估值端相对全A并未出现溢价。而在2018年资管新规出台后,理财产品对非标资产的配置比例持续压降,收益率持续走低,这使得部分资金结构性由银行理财市场流入股票市场,公募基金规模迅速扩张,权益市场表现为增量格局。在此阶段,稳健高成长的优质资产获得资金共识,核心资产开始出现显著估值溢价,这进一步助推了核心资产的强势行情。

图5: 资管新规后,银行理财对非标资产的配置比例持续压降



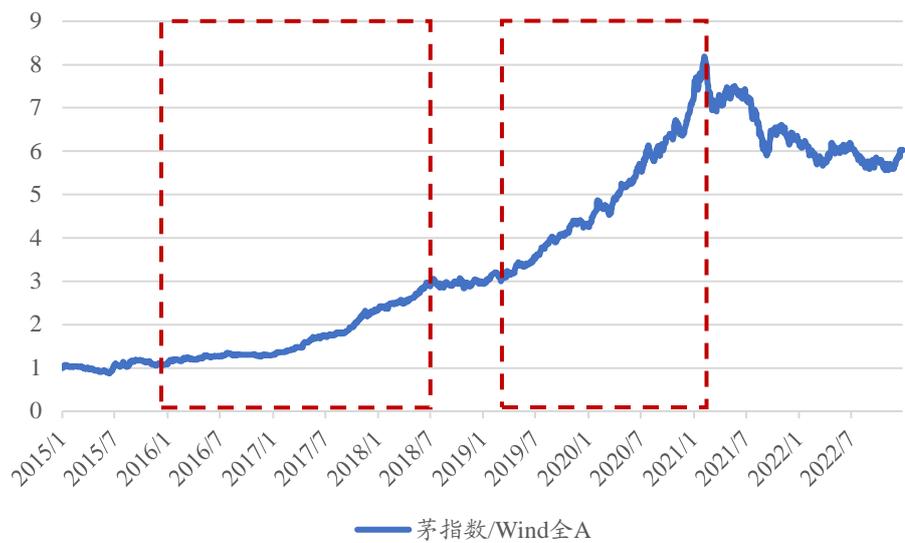
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2018年起理财规模震荡,公募规模扩张(单位:亿元)



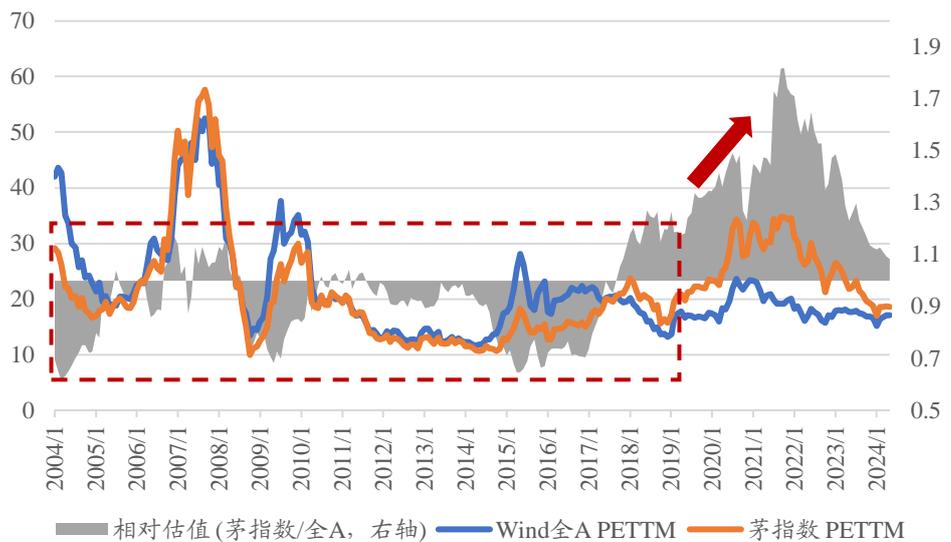
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7：茅指数相对 Wind 全 A 的超额收益走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2019 年起，茅指数相对 Wind 全 A 开始出现持续估值溢价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

简而言之，偏弱的宏观环境叠加持续下行的无风险收益率，指向周期性弱+成长性强的交集，成为资金共识方向，而这一交集即为“核心资产”。

### 2.1.2 红利资产行情

**无风险利率持续低位，催化高股息行情。**与 2019-2021 年相比，2022 年至今的共性在于经济增长偏弱，因此市场倾向于寻找稳健类资产。而不同之处在于：一方面，无风险利率并非持续下行，而是低位震荡，这意味着高成长股票缺乏估值提升的边际动力；另一方面，红利资产股息率持续抬升，与理财收益率之差整体走阔，对于低风险偏好投资者来说开始具备了一定吸引力。在此背景下，市场定价重心也由前一轮的“盈利稳定+高成长”转变为“盈利稳定+高股息”，资产荒下，稳定高股息股票的类债属性逐渐受到市场青睐。

图9：近年来中证红利指数股息率与理财收益率之差整体走阔



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：2022年起，中证红利指数持续跑赢 Wind 全 A



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2 下半年主线：类核心资产

### 2.2.1 量化线索：2024 年行情驱动因素由 PB 转向 PE

前文中，我们从资产荒视角对 2022 年以来的红利资产行情做出了解释，即无风险利率持续低位的背景下，稳定高股息个股的类债属性吸引了部分低风险偏好的资金。而如果从风格视角来看，我们则能够有不同的发现。

前期高股息行情本质上是在定价低 PB，反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。若我们将股票按其 PB 及股息率相较全部 A 股中位数的高低进行分组，可以发现，2022-2023 年，高 PB 高股息股票组合整体跑输基准指数，而低 PB 低股息组合则有显著超额收益。这

意味着，前期的高股息定价背后，隐藏的本质定价线索是低 PB 修复，而这实际上就反映了市场偏防守姿态下的深度价值倾向。

图11: 2022-2023 年，低 PB 低股息组合表现显著优于高 PB 高股息组合



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 股票组合内部等权, 基准组合为全部 A 股等权得到。

**2024 年，核心驱动因素由 PB 转向 PE。**进入 2024 年后，虽然表面上高股息仍走势强劲，但其核心驱动因素已经发生了系统性切换。若我们将股票按其 PB 及 PETTM 相较全部 A 股中位数高低进行分组，可以发现，2024 年以来，低 PE 高 PB 组合开始显著跑赢高 PB 低 PE 组合，这意味着行情核心驱动因素已经由 PB 转向 PE。

**由 B 至 E，意味着尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价。**PB 侧重于衡量尾部风险，而 PE 侧重于衡量盈利能力。今年以来，伴随着地产政策的持续放松，地产进一步拖累经济的担忧得到缓解，同时工业企业利润增速也由 2023 年的持续负增长转为正增长，盈利预期开始企稳。此时，尾部风险定价转向对优质公司的竞争力定价，这就体现为核心定价因素由 PB 向 PE 的切换。

图12: 工业企业利润 2024 年转为正增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

图13: 2024年, 低PE高PB组合表现显著优于高PE低PB组合



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 股票组合内部等权, 基准组合为全部 A 股等权得到。

而这一线索的指向, 从行业结构上来看与核心资产类似。若简单统计低 PE 高 PB 组合的行业分布, 可以发现, 其相对 Wind 全 A 超配的行业, 主要集中在食品饮料、医药生物、家用电器、电力设备等典型的核心资产类行业。

图14: 低PE高PB组合的行业分布

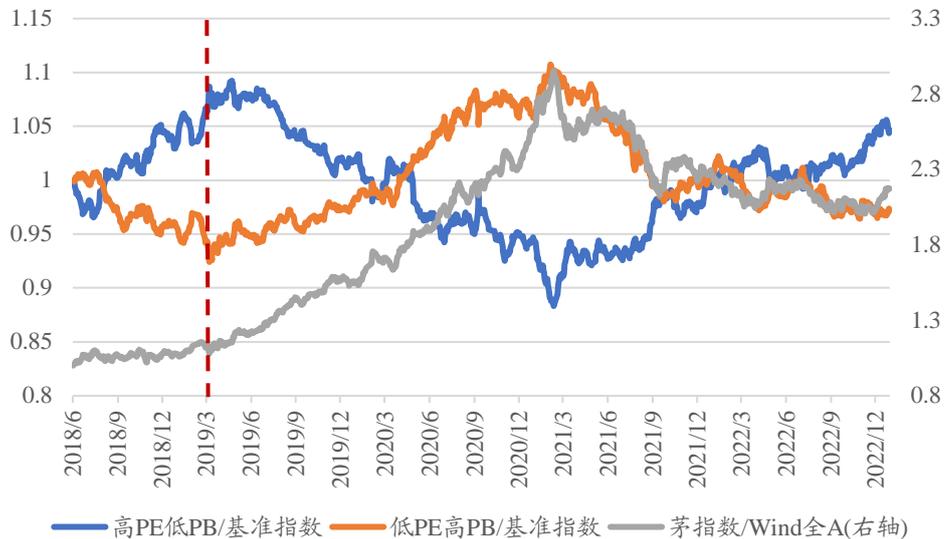
	低PE高PB组合行业分布	Wind全A行业分布	低PE高PB-Wind全A
食品饮料	7.2%	2.3%	4.8%
医药生物	13.8%	9.2%	4.6%
家用电器	4.6%	1.8%	2.8%
电力设备	9.5%	7.0%	2.5%
汽车	7.2%	5.3%	1.9%
社会服务	2.8%	1.5%	1.3%
轻工制造	4.2%	3.0%	1.2%
纺织服装	2.4%	2.0%	0.4%
有色金属	2.9%	2.6%	0.3%
美容护理	0.7%	0.6%	0.1%
钢铁	0.9%	0.8%	0.1%
煤炭	0.6%	0.7%	-0.1%
综合	0.0%	0.4%	-0.4%
传媒	2.0%	2.4%	-0.4%
商贸零售	1.5%	1.9%	-0.5%
非银金融	1.1%	1.6%	-0.5%
建筑材料	0.9%	1.4%	-0.5%
公用事业	1.8%	2.4%	-0.6%
石油石化	0.2%	0.9%	-0.7%
交通运输	1.7%	2.3%	-0.7%
国防军工	1.8%	2.6%	-0.7%
环保	1.7%	2.5%	-0.9%
机械设备	9.7%	10.7%	-0.9%
农林牧渔	1.1%	2.1%	-1.0%
建筑装饰	1.8%	3.2%	-1.3%
基础化工	6.4%	7.8%	-1.3%
房地产	0.6%	2.0%	-1.4%
通信	0.9%	2.5%	-1.6%
电子	6.8%	9.0%	-2.2%
计算机	3.3%	6.6%	-3.3%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 此处统计的为个股数量占比分布。

“

核心资产行情启动前，也曾发生过定价因子由 PB 至 PE 的切换。在 2018 年 7 月中美贸易摩擦事件发生后，市场风险偏好迅速降低，防御心态下涌入安全边际较高的低 PB 资产。随后，2019 年 3 月社融大超预期，盈利预期企稳，市场关注重心开始转向盈利能力更强的低 PE 优质资产，表现为后续核心资产的大幅走强。

图15: 2019年3月前后，定价因子由PB切换至PE



资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：股票组合内部等权，基准组合为全部 A 股等权得到。

当前市场与 2019 年虽有相似，但亦有不同，因此背后映射的占优资产，也应有所差异：

1、**稳健高盈利仍是首选。**当前与 2019 年的相同点在于，盈利预期虽然已经企稳，但尚未明显反转，这意味着业绩表现与宏观环境相关度较低、稳定高盈利的公司仍是当下首选，这一理念与此前的核心资产有部分重合。

2、**大盘风格相对占优。**2019 年，小盘股此前积累的商誉等问题仍在持续拖累其业绩表现，整体呈现大盘占优的格局。而今年以来，“国九条”等政策对小市值公司也做出了更加严格的规范要求。

3、**淡化成长属性。**2018 年起无风险利率持续下行，边际利好高成长标的，因此周期性弱+成长性强的核心资产成为资金共识方向。但自 2022 年以来，无风险收益率整体维持低位震荡，对成长股的估值提升并没有进一步的边际催化，因此高成长性或不是当前所需关注的重心。

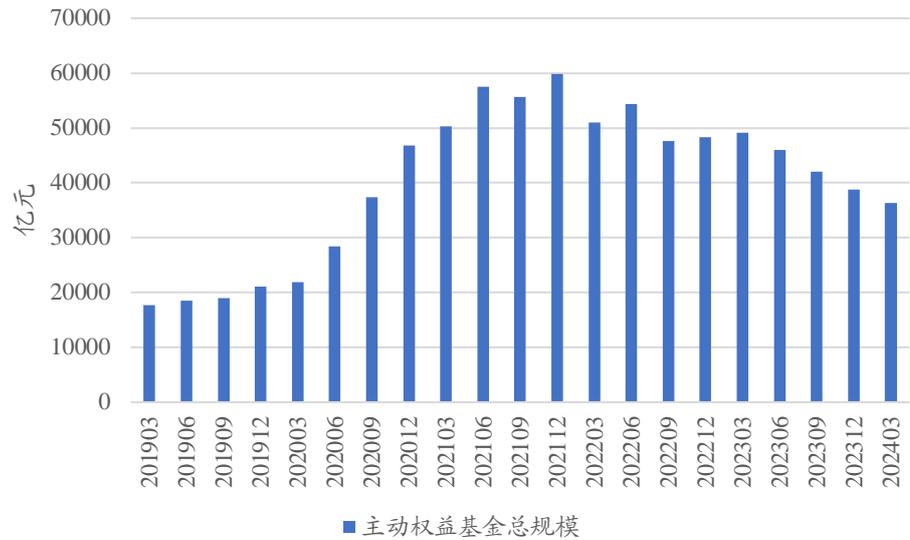
4、**规避持仓拥挤标的。**2019 年公募基金规模持续扩张，表现为增量市场，资金共识方向更易表现出超额收益。而 2022 年以来主动权益基金规模持续萎缩，存量市场下需规避持仓拥挤标的。

表2: 当前市场环境 with 2019 年的异同

	2019	当前
不同	无风险利率持续下行	无风险利率低位震荡
	增量市场	存量市场
相同	盈利预期企稳但未大幅反转	
	均具有一定资产荒特征	
	大盘相对占优	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16: 主动权益基金规模自 2022 年以来持续收缩



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 主动权益基金的统计口径为普通股票型、偏股混合型及灵活配置型加总

在此逻辑下, 我们提出“类核心资产”概念。其内涵虽与此前的核心资产有部分重合, 但同时结合了当前市场环境做出了针对性修正。我们认为, 类核心资产未来有望持续表现出超额收益。

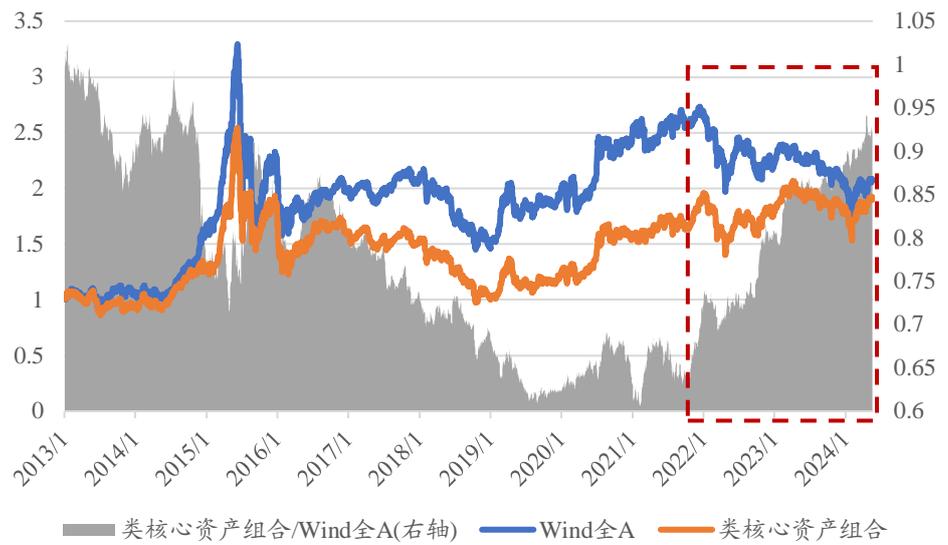
### 2.2.2 “类核心资产”有望成为下半年胜负手

我们目前已经能够观察到盈利预期企稳后, 行情驱动因素由 PB 至 PE 的切换。在此基础上, 我们判断业绩周期性弱、盈利能力较强的优质资产有望成为下一阶段投资的胜负手, 我们基于以下四个条件进行组合筛选:

- 1. 稳定高盈利能力:** ROETTM 连续三年位于全部 A 股前 30%, 且 ROE 波动率 (过去三年 ROETTM 标准差/过去三年 ROE 均值) 位于全部 A 股后 30%。在当前相对偏弱的宏观背景下, 业绩与宏观环境相关性较低的稳定高盈利能力个股或更易受到关注。
- 2. 低 PE 高 PB:** PE 位于全部 A 股后 50%, PB 位于全部 A 股前 50%。高 PB 表明运营风险较低, 而低 PE 表明相较其盈利能力, 市场当前预期较低。
- 3. 筹码集中度低:** 主动权益基金持股占比相较自由流通市值占比低配。主动基金被动化趋势下, 主动基金重仓股可能面临结构性卖出压力。
- 4. 行业龙头:** 个股市值位于所处申万一级行业前 50%。政策导向下, 大盘股或相对更占优。

类核心资产股票组合 2022 年以来持续跑赢 Wind 全 A, 是埋藏在高股息下的一条潜在主线。基于以上四个筛选条件, 我们每月动态进行标的筛选, 等权配置得到类核心资产股票组合。从结果来看, 2022 年以来, 类核心资产组合相对 Wind 全 A 持续表现出超额收益。而从股息率上来看, 组合股息率明显低于中证红利指数, 与沪深 300 指数基本相当, 这表明其上涨逻辑与高股息并不一致, 稳定高盈利能力在被市场持续定价。

图17: 类核心资产组合走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

图18: 类核心资产组合股息率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

伴随核心定价因素由 PB 转向 PE, 类核心资产的超额收益有望延续。虽然类核心资产组合在过去两年中已经跑出了显著超额收益, 但若将筛选条件中的低 PE 高 PB 替换为低 PB, 则可以发现, 低 PB 组合的走势更为强劲, 这与我们前面看到的 2022 年以来低 PB 风格持续走强相一致。我们判断, 在低 PB 持续修复后, 低 PE 有望成为后续定价核心, 我们此前定义的类核心资产组合有望成为下半年超额收益胜负手。

图19: 低PB条件下得到的组合过去表现更优



资料来源: Wind, 浙商证券研究所。

从行业分布上来看,最新组合名单以食品饮料、机械设备等行业为主,但与公募重仓的传统“核心资产”重合度较低,历史上与公募前100大重仓股的重合度均在20%以下,最新一期重合度仅7.5%。

图20: 类核心资产组合最新明细(截至2024/5/31)

行业	股票代码	股票名称	市值	行业	股票代码	股票名称	市值
食品饮料	600519.SH	贵州茅台	20708	美容护理	300957.SZ	贝泰妮	226
	600887.SH	伊利股份	1802		605009.SH	豪悦护理	71
	000895.SZ	双汇发展	878	医药生物	000513.SZ	丽珠集团	359
	603156.SH	养元饮品	323		300685.SZ	艾德生物	73
	300146.SZ	汤臣倍健	257	电子	002916.SZ	深南电路	461
	603589.SH	口子窖	252		002130.SZ	沃尔核材	167
	600702.SH	舍得酒业	240	家用电器	000333.SZ	美的集团	4517
	002216.SZ	三全食品	110		603515.SH	欧普照明	149
	603043.SH	广州酒家	99		300403.SZ	汉宇集团	48
	机械设备	000848.SZ	承德露露	92	建筑材料	000786.SZ	北新建材
300997.SZ		欢乐家	63	002372.SZ		伟星新材	271
688777.SH		中控技术	337	汽车	002088.SZ	鲁阳节能	73
002690.SZ		美亚光电	149		600660.SH	福耀玻璃	1207
002158.SZ		汉钟精机	104		605005.SH	合兴股份	69
公用事业	002833.SZ	弘亚数控	91	轻工制造	605099.SH	共创草坪	91
	688128.SH	中国电研	76		603408.SH	建霖家居	67
	600900.SH	长江电力	6511	非银金融	002014.SZ	永新股份	62
002911.SZ	佛燃能源	125	300059.SZ		东方财富	1959	
基础化工	605368.SH	蓝天燃气	92	钢铁	000708.SZ	中信特钢	762
	603360.SH	百傲化学	57	国防军工	300699.SZ	光威复材	217
	300019.SZ	硅宝科技	53	纺织服饰	600916.SH	中国黄金	182
电力设备	603970.SH	中农立华	52	商贸零售	002416.SZ	爱施德	122
	600406.SH	国电南瑞	1808	传媒	300770.SZ	新媒股份	88
	300316.SZ	晶盛机电	420	建筑装饰	003013.SZ	地铁设计	64
有色金属	002056.SZ	横店东磁	225	计算机	002401.SZ	中远海科	58
	601168.SH	西部矿业	443	社会服务	603060.SH	国检集团	55
	600549.SH	厦门钨业	270				

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/758116123007006076>